

推荐（维持）

**爱尔眼科（300015）跟踪点评**

风险评级：中风险

消费升级、转换率与品牌力驱动长期增长

2019年11月19日

魏红梅（SAC执业证书编号：S0340513040002）

电话：0769-22119410 邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：刘佳（SAC执业证书编号：S0340118010084）

电话：0769-23320059 邮箱：liujia@dgzq.com.cn

**点评：****■ 三季度业绩维持高增长。**

公司2019年前三季度实现营收77.32亿元，同增26.25%，归母净利润12.31亿元，同增37.55%，扣非净利润12.35亿元，同增34.24%。第三季度单季度营收、归母净利润和扣非净利润的同比增速分别为27.24%、38.91%和37.34%。公司作为全国性眼科品牌连锁医疗龙头，在行业高景气以及内生增长的驱动下，业绩保持了稳健增长，公司利润端增速长期维持在35%以上的水平。

**■ 高端手术占比提升，盈利能力持续提升。**

前三季度公司的毛利率为48.41%，同比上升0.59pct，净利率16.88%，同比上升1.31%，加权平均ROE为20.14%，上升3.61pct；销售费用率10.56%，同比下降0.28pct，管理和研发费用率合计13.73%，同比下降0.31pct，财务费用率0.49%，上升0.02pct。其中，第三季度的毛利率高达50.44%，同比上升2.33pct，预计第三季度高端手术占比延续了上半年的提升趋势；随着公司规模效应逐步体现，销售费用率与管理费用率均有所下降，净利率上升幅度高于毛利率。

**■ 收购28家眼科医院，ISEC要约收购达到最低持股比例，版图持续扩大。**

2019年10月，公司发布关于筹划发行股份及支付现金购买资产的公告，标的包括26家爱尔产业基金旗下的医院和众生药业旗下的2家眼科医院，若收购完成，公司的全国网点布局将进一步完善。2019年8月，公司向ISEC眼科集团的股东发起要约收购，10月该公司35%的股权已完成交割，达到最低持股比例，本次收购将促进公司快速打开新加坡、马来西亚等东南亚国家的市场，公司有望利用在华人界的品牌力，继续推进公司的全球化进程。

**■ 消费升级、转换率与品牌力是支撑未来股价的“三驾马车”。**

根据我们近期的草根调研，我们认为未来公司的股价仍具备来自内外因素的支撑。在外部环境层面，随着可支配收入的提升以及护眼意识的觉醒，针对不同年龄段的业务均呈现高端化趋势，青少年近视防控普及率提升保障了视光服务的稳步上升，预计未来三年增速稳定在25%左右；而具有一定消费能力的80后、90后对屈光手术的增长贡献最多，主要与该部分人群的手术覆盖率与消费水平提升有关，预计未来三年保持35%-40%的复合增长；白内障手术方面，虽然短期受医保控费因素增速有所下降，但我们认为持续深化的老龄化将带动白内障手术恢复快速增长，预计未来三年的复合增长率恢复到20%以上的水平。

在内生增长层面，我们认为公司的高转换率与品牌力提升是最重要的增长因素。根据我们调研的几个医院的结果显示，几个重要指标的增长率排序为营收增长率>手术量增长率>门诊量增长率，这说明公司能够较好的转换客流，在新设备、新技术引进后，医院能够治疗的病种范围更广，全飞秒、ICL等高端手术的占比进一步提升带动客单价提升；另一方面，随着公司的版图扩张，近年来公司的知名度也逐步提升，有助于缩短公司新并医院的盈利周期，相比公立医院，公司在用户服务、资产结构、分级连锁覆盖等方面具备优势，医院环境更好，覆盖人群更多，且资产多为租赁，资产结构良好，针对

当地排名靠前的公立医院，公司采取劣势专攻、优势看齐的战略。未来继续看好公司利用资本优势，维持良好的运营效率，进一步提升市场占有率。

- **投资建议：**未来我们继续看好公司作为眼科品牌连锁医疗龙头的长期增长能力，预计2019-2021年公司的EPS为0.55、0.76和0.99元，同比增长54.79%、38.05%和29.76%，对应当前股价PE为86.37、62.56和48.21倍，维持推荐评级。
- **风险提示：**医保控费风险，医疗事故风险，人才流失风险。

图 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	8009	10333	13283	16935
<b>营业总成本</b>	6386	7929	10083	12795
营业成本	4245	5,025	6,448	8227
营业税金及附加	13	17	21	27
销售费用	826	1240	1581	1998
管理费用	1072	1509	1926	2439
财务费用	45	86	38	16
资产减值损失	186	54	69	88
<b>其他经营收益</b>	32	95	125	154
公允价值变动净收益	(38)	(7)	0	0
投资净收益	46	75	98	127
其他收益	24	27	27	27
资产处置收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	1655	2498	3324	4294
加 营业外收入	6	8	10	12
减 营业外支出	183	90	100	110
<b>利润总额</b>	1478	2416	3234	4196
减 所得税	314	565	684	887
<b>净利润</b>	1163	1851	2550	3309
减 少数股东损益	57	139	185	241
<b>归母公司所有者的净利润</b>	1106	1713	2364	3068
<b>基本每股收益(元)</b>	0.36	0.55	0.76	0.99
<b>PE(倍)</b>	126.36	86.37	62.56	48.21

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn